



Universidade de Brasília
Instituto de Relações Internacionais
Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais
XVII Curso de Especialização em Relações Internacionais

Novo Ciclo de Investimentos Estrangeiros Diretos no Brasil entre os anos de 2010 e 2015

Valter João dos Santos Lemos Junior

**Artigo apresentado como requisito parcial para obtenção do
título de Especialista em Relações Internacionais**

Orientador: Professor Doutor Eiiti Sato

Brasília
2015

RESUMO

O objetivo desse trabalho é analisar os avanços dos fluxos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no Brasil no período de 2010 a 2015, com ênfase no momento da crise econômica que acontece no país. Em 2014, o Brasil foi o sexto país que mais recebeu investimentos estrangeiros no mundo. Pretende-se com esse artigo demonstrar por que, mesmo em um contexto de crise econômica, o Brasil continua sendo uma opção de investimento aos investidores estrangeiros. Esse estudo conclui que, a partir de pesquisas de intenções de investimento estrangeiro no Brasil, o preço das empresas brasileiras ficou relativamente mais acessível, tanto pela avaliação em reais quanto pela desvalorização cambial, o que tornou as firmas mais acessíveis em dólar. Assim, o Brasil ainda é visto como um grande mercado consumidor, que tem perspectivas de médio e longo prazo, grande disponibilidade de recursos naturais, e dispõe, ainda, de instituições democráticas estáveis que asseguram investimentos de longo prazo.

Palavras-chave: Investimento Estrangeiro Direto. Economia brasileira. Crise econômica.

ABSTRACT

This study aims to analyze the progress of the Foreign Direct Investment (FDI) in Brazil in the period between 2010 and 2015, with emphasis on the economic crisis that the country is passing through. In 2014, Brazil was the sixth country that received more foreign investment in the world. The aim of this article is also to demonstrate why, even in a context of economic crisis, Brazil remains an investment option for foreign investors. This study concludes that, from foreign investment intentions surveys in Brazil, the price of Brazilian companies was relatively more affordable, both for evaluation in real as the devaluation, which made it more affordable firms in dollars. Thus, Brazil is still seen as a major consumer market, which has prospects for medium and long term, large availability of natural resources, and has also stable democratic institutions that ensure long-term investments.

Key-words: Foreign Direct Investment . Brazilian economy. Economic crisis.

1. INTRODUÇÃO

O cenário econômico no Brasil tem sido afetado pelo ajuste fiscal e suas consequências. O desequilíbrio das contas públicas, o aumento da inflação e a prostração do crescimento econômico nos últimos quatro anos levaram ao ajuste fiscal e a uma intensa alteração da política econômica, que acontece desde a crise financeira global de 2008. Em resposta a essa situação, as principais agências de classificação de risco de crédito rebaixaram o *rating*¹ do Brasil. Esse cenário contribuiu com maior preocupação de investidores nacionais e estrangeiros no que se refere à capacidade do governo brasileiro de retomar a estabilidade da economia.

Ainda que o cenário econômico não seja tão receptivo, os Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) para o Brasil não mostraram forte retração, situação oposta da registrada nos investimentos em carteira². Segundo os últimos dados sobre IED, disponibilizados de forma consolidada pela UNCTAD (2015), o Brasil foi a sexta economia no mundo que mais recebeu ingresso de IED em 2014. Nem mesmo a desaceleração da atividade econômica dos Estados Unidos, Espanha, Japão e Países Baixos - responsáveis por 67% dos recursos ingressantes no Brasil no ano de 2013, segundo dados do Banco Central do Brasil (BCB) - foram suficientes para frear o fluxo de recursos.

A teoria de Lucas e Rapping (1969) sugere que as expectativas atuais da economia são equivalentes ao estado futuro da economia. A ideia é que as expectativas racionais dos agentes econômicos em um mercado competitivo irão afetar parcialmente o que acontece com a economia no futuro. Se uma empresa acredita que haverá uma retração econômica no futuro, ela tende a interromper ou diminuir os investimentos naquele mercado até que o ambiente econômico melhore novamente. Em suma, se o investidor acredita que o ambiente econômico vai piorar no futuro, tomará a decisão racional de diminuir os investimentos e essa decisão afetará parcialmente o que acontece no futuro.

1 A classificação de risco (*rating*) soberano é a nota dada por instituições especializadas em análise de crédito, chamadas agências classificadoras de risco, a um país emissor de dívida. Tais agências avaliam a capacidade e a disposição de um país em honrar, pontual e integralmente, os pagamentos de sua dívida. O *rating* é um instrumento relevante para os investidores, uma vez que fornece uma opinião independente a respeito do risco de crédito da dívida do país analisado. (Tesouro Nacional, 2016).

² Para o Banco Central do Brasil, investimento em carteira é o registro dos fluxos líquidos de ativos e passivos constituídos por valores mobiliários comumente negociados em mercado secundário de títulos (BCB, 2002).

Diante dessa situação contrastante e da importância do IED no Brasil, este estudo visa responder o seguinte questionamento: por que os investidores estrangeiros continuam investindo no Brasil se, em um ambiente econômico de recessão, é esperado retração dos fluxos de IED?

Estudos sobre determinantes de IED no Brasil, a exemplo de Lima Junior (2005), Nonnenberg e Mendonça (2005), Amal et. al. (2007), Mattos, Cassuce e Campos (2007), Carminati e Fernandes (2013), Fernandes (2014), tentam explicar a dinâmica dos investimentos estrangeiros no Brasil. No entanto, a recente crise econômica do Brasil não é englobada nos estudos citados. Crise essa marcada pela deterioração das perspectivas de crescimento econômico, um dos principais motivadores de IED; aumento do custo de capital, com a taxa básica de juros e a desvalorização abrupta do dólar; confiança dos empresários e dos consumidores em níveis historicamente baixos, aceleração da inflação, diminuição da renda, devido à alta taxa de desemprego; aumento do risco-país. Esse conjunto de fatores é inibidor de investimento, entretanto não é o que tem sido visto no momento no Brasil.

Nesse sentido, esse estudo se justifica na importância do IED na economia brasileira, no período de 2010 a 2015, principalmente quando avaliadas as consequências da crise no cenário econômico recente. Além disso, o IED tem financiado o déficit da conta corrente na Balança de Pagamentos do Brasil e também é um componente benéfico ao desenvolvimento econômico, na medida em que possibilita transferência de tecnologias.

O presente estudo é estruturado em duas principais etapas. A primeira teve por foco a revisão bibliográfica a respeito do investimento estrangeiro direto. Assim, foram exploradas teorias que se propõem a explicar os fatores determinantes do investimento estrangeiro. Adicionalmente, o estudo busca analisar na literatura nacional alguns trabalhos que tratam da relação do IED e seus determinantes no Brasil, assim como os impactos que o IED exerceu na economia brasileira. A segunda parte do trabalho consiste em avaliar, empiricamente, os motivos dos investidores estrangeiros continuarem investindo no Brasil, apesar da recessão econômica.

Como referência para a realização dos testes empíricos, são consideradas, inicialmente, que os agentes econômicos possuem expectativas racionais, muitas

decisões econômicas dependem não apenas do que acontece hoje, mas também das expectativas em relação ao futuro. Com base nessas premissas, é formulada a seguinte hipótese de pesquisa:

H_1 Entradas de IED no Brasil estariam, na verdade, contemplando operações de arbitragem de taxa de juros no mercado financeiro com vistas ao retorno desses recursos ao país de origem no curto prazo.

Caso a hipótese acima se confirme, o estudo conseguirá demonstrar que está havendo uma descaracterização das operações de IED. Matrizes de empresas estrangeiras, via empréstimos intercompanhia, estariam transferindo recursos para os caixas das filias buscando explorar o diferencial de juros. Essa hipótese é plausível, tendo em vista que os países desenvolvidos têm adotado políticas monetárias altamente acomodatórias, chegando a praticar juros negativos em alguns casos.

Caso não se confirme a hipótese acima, num segundo momento será avaliado porque a variação negativa do Produto Interno Bruto (PIB), um importante determinante para os IED, segundo a literatura, não está promovendo uma retração forte nos fluxos de recursos para economia brasileira. Com base nessa premissa, é formulada a seguinte hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente:

H_2 Os determinantes de IED continuam válidos. Os investidores estrangeiros acreditam na recuperação do Brasil, no médio prazo, e continuam enxergando boas oportunidades de realizar negócios no país.

Para a realização dos testes empíricos, foi selecionada bases de dados de acesso público e privado a partir de consulta à página do Banco Central do Brasil (BCB) na internet, mais especificamente, na parte que divulga a série histórica do Balanço de Pagamentos. Nesta fonte há uma observação a ser feita: a partir de abril de 2015, o BCB passou a divulgar as estatísticas de setor externo da economia brasileira em conformidade com a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6), do Fundo Monetário Internacional (FMI).

A nova metodologia aborda uma nova definição para IED, entretanto, nesse estudo opta-se por utilizar a metodologia clássica (BPM5). Seguindo Damico (2015), a justificativa deve-se ao fato do conceito clássico determinar mais adequadamente a predisposição do investidor estrangeiro em concretizar investimentos produtivos no

país. Comprar títulos de dívida de uma corporação brasileira no exterior é uma operação de renda fixa e, na maioria das vezes, em moeda estrangeira. Por mais que essas operações captem recursos com finalidade de investimento, o investidor estrangeiro, em última instância, possui um título de dívida que lhe proporcionará juros. Por esse motivo, escolheu-se a metodologia BPM5 como melhor referência para o IED.

Outras fontes de dados também foram consultadas, como o relatório de anúncios de projetos de investimento disponibilizado pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC) e pesquisas realizadas e dados disponibilizados por consultorias internacionais como: *Ernst & Young* (EY), AT Kearney, KPMG e *Pricewaterhousecoopers* (PwC).

2. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO: DEFINIÇÕES E TEORIAS

No cenário atual, dizer que as economias são globalizadas não significa que esse processo seja exclusivamente exógeno ou interdependente, ou seja, que os governos são incapazes de agir individualmente frente às dinâmicas dos acontecimentos no ambiente global. O princípio da soberania dos Estados modernos pondera que o progresso ou a recessão das nações estão sujeitos às políticas nacionais adotadas pelos seus governantes, internamente. Por outro lado, o sucesso ou o insucesso dessas políticas também dependem, em boa parte, das relações do Estado com outros países, com interesses diversos, corporações empresarias e outros agentes econômicos globais.

No que se refere às corporações empresarias, a visão do Estado sobre o papel das Empresas Transnacionais (ETNs) é de fundamental importância para a sua consideração de investimento e estabelecimento em outro país. Segundo Gilpin e Gilpin (2002), alguns governantes enxergam as corporações empresarias como uma virtude para o seu país, pois essas empresas propagam os avanços tecnológicos para a sociedade e fortalecem os vínculos econômicos entre as nações, inserindo, assim, os países em uma rede de interdependência. Para o autor, também há governantes que consideram as corporações empresariais como o novo imperialismo, em que as ETNs se estabelecem no país com o intuito de explorar os recursos do país receptor, vendendo seus produtos importados e remetendo os lucros e dividendos dessas

operações para a matriz, além de diminuir os gastos na geração de tecnologia nacional, destruindo a indústria local.

A *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) define ETNs como corporações ou empresas constituídas em sociedade composta por matriz e suas filiais estrangeiras. A matriz é uma empresa que controla ativos de outras entidades que não estejam em seu país de origem, geralmente por possuir participação no capital social. Assim, o Investimento estrangeiro direto (IED) é todo o investimento vindo do exterior que é alocado na estrutura produtiva nacional de um país, isto é, obter proveito duradouro sobre firmas que atuem fora da economia do investidor na forma de aquisição do capital social de empresas já existentes ou no estabelecimento de novas empresas. Para ser caracterizado como IED, o investimento deve conceder às ETNs o controle sobre suas filiais. Neste caso entende-se por controle, a propriedade de 10% ou mais das ações ordinárias ou do direito a voto de uma empresa de capital aberto, ou seu equivalente caso seja de capital fechado. Quando a participação das ETN's em capital social estrangeiro é inferior a 10% chama-se investimento em carteira (IC). Assim o IED, difere do IC na representação do controle societário fora das fronteiras nacionais.

2.1. Modelo de Heckscher-Ohlin

O estudo sobre IED, tanto quanto sobre comércio internacional, foi, até metade do século XX, objeto de estudo da disciplina Economia Internacional. A hipótese prevalecente, até os anos 60, era a de Heckscher (1919) e Ohlin (1924), precursores na elaboração de uma teoria do comércio internacional que considera as diferenças na dotação dos fatores de produção como decisivos no estabelecimento de comércio entre os países. De acordo com o modelo Heckscher-Ohlin, uma nação exporta ou importa bens cuja produção deriva, respectivamente, da sua relativa abundância ou ausência de trabalho, capital e recursos naturais. Entretanto, o modelo fundamenta-se na suposição de uma equidade internacional de tecnologias, de que os preços dos fatores são variáveis, de que a economia opera em pleno emprego e não há retornos crescentes de escala para as empresas.

Segundo Turolla e Margarido (2011), a partir do desenvolvimento das teorias do comércio, buscou-se analisar as transferências internacionais de capital entre os

países. Esperava-se que essas transferências tivessem motivação no diferencial da taxa básica de juros. Conforme externado por Buckley e Casson (2010), o capital transferido tende a ter origem nos países onde o retorno é mais baixo do que naqueles onde o retorno é mais alto. Dessa hipótese, seria suportada a ideia de que os fluxos de capitais das economias avançadas, onde as taxas de juros são mais baixas, migrariam para as economias emergentes, onde o retorno é mais alto. Entretanto, os dados não corroboraram com a tese. Nas décadas de 40 e 50, o que se observou foi um grande fluxo de investimentos para as economias avançadas. Os Estados Unidos, principalmente através do Plano Marshall, destinaram recursos para a reconstrução de países aliados da Europa. Para Buckley e Casson, essa evidência demonstra que a tese avaliada por eles estava equivocada ao caracterizar o IED como um investimento especulativo e de curto prazo, sendo essas características típicas dos investimentos em carteira.

2.2. Teoria do Poder de Mercado

Na década de 60 surge a Teoria do Poder de Mercado desenvolvida a partir da tese de doutorado de Stephen Hymer (1960) no *Massachusetts Institute of Technology* (M.I.T.) O autor utilizou a teoria Microeconômica, especificamente a Teoria da Firma e da Organização Industrial, para explicar a internacionalização das organizações. Para o Hymer, as firmas oligopolistas buscavam exercer sua posição

o de mercado pelo uso de vantagens que as empresas do país receptor não têm, por exemplo, as vantagens de custo. Assim, a decisão de quando se internacionalizar decorre da compreensão das corporações de que elas possuem vantagens competitivas que lhe proporcionam o poder de oligopólio no seu mercado doméstico. Após esta percepção, os ganhos auferidos do domínio comercial no mercado interno seriam empregados na internacionalização da empresa, com a pretensão de intensificar sua posição nos mercados estrangeiros.

Assim, a Teoria de Poder de Mercado tem como principal razão para o IED a continuidade do poder de monopólio, este garantido por sua vantagem real de eficiência. Outra maneira das firmas exercerem esse poder é por meio da eliminação da concorrência, de fusões, de aquisições e pela extensão de sua capacidade produtiva em outros países.

2.3. Teoria do Ciclo do Produto

Na mesma época, após estudo de Hymer, surge também a Teoria do Ciclo do Produto desenvolvida por Raymond Vernon (1966). O ensaio tinha como objetivo prioritário o estudo dos determinantes dos padrões de comércio e dos investimentos produtivos das empresas norte-americanas em países estrangeiros. A teoria explica os investimentos externos dos EUA na década de 1960 e segundo essa perspectiva, a decisão das corporações americanas de produzirem novos produtos, nos países estrangeiros, se explicava em função da cronologia do ciclo de vida do produto. As empresas se propunham a substituir a exportação dos produtos pelo estabelecimento de uma filial em outro país, em uma determinada etapa de desenvolvimento do produto.

De acordo com os estudos de Vernon, a primeira etapa do ciclo do produto, a introdutória, tende a estabelecer-se nas economias avançadas. As firmas situadas nessas economias possuem uma vantagem comparativa na criação de novas mercadorias e no aperfeiçoamento das técnicas de produção, especialmente devido às condições de acesso ao conhecimento científico. Essa fase se caracteriza pelo pequeno número de ofertantes e pelo alto grau de diferenciação do produto, em que o custo de produção recebe uma atenção relativamente menor.

Como resultado, os produtos comercialmente mais promissores tendem a avançar para a fase maturação. É nessa etapa que a demanda pelos produtos promissores se expande e, conseqüentemente, há um aumento do número de concorrentes da firma inovadora. Esse ambiente competitivo aumenta a eficiência do mercado fazendo com que o preço se torne uma variável determinante nas tomadas de decisão. Neste contexto, ganha importância o custo de produção do produto. Buscando minimizá-los, as corporações deslocam sua produção para países emergentes, com custo de mão de obra relativamente mais baixo e nível de renda alto.

Por fim, na fase de padronização do ciclo, as características da etapa anterior do produto são reforçadas. Há novamente aumento da escala de consumo, standardização da produção e otimização do custo marginal de produção. Desse modo, a padronização do processo industrial possibilita a transferência da produção

para economias subdesenvolvidas, cuja vantagem comparativa é representada pela diminuição dos gastos com os fatores de produção. Nessa lógica, importadores passam a ser exportadores de bens para os países desenvolvidos.

2.4. Paradigma Eclético

A partir dos estudos de Hymer e Vernon, observou-se um avanço relevante nos estudos sobre IED. Numa tentativa de integrar as teorias desenvolvidas, John Dunning (1988, 2008) desenvolveu uma teoria que procura explicar a decisão de produção de bens e serviços ou não em um mercado externo, com base nos ensinamentos da ciência econômica, que ficou conhecida como “paradigma eclético” ou OLI – *Ownership, Location e Internalization*. "OLI" significa propriedade, localização, e internalização, três fontes potenciais de vantagem que podem ser a base de decisões da empresa para internacionalizar suas operações. Fundamentalmente, o paradigma eclético descreve que a empresa, quando resolve começar uma operação internacional, tende a ter alguma vantagem diferencial sobre seus concorrentes.

Dunning (1988) afirma que são as vantagens específicas de propriedade (O) sobre seus concorrentes que dão às multinacionais um poder oligopolista. Essas vantagens podem ser de natureza estrutural, ativos intangíveis que as empresas possuem (tecnologia própria, concessões), protegidos por patentes, e/ou de caráter transacional, derivada da capacidade da firma de tirar proveito de falhas de mercados, capacidade de gerar tecnologia, experiência de produzir no exterior, entre outros.

Uma vez instituída a vantagem da propriedade, devem ser ponderadas a magnitude dos estímulos de localização (L) dos diferentes países onde se implantam os investimentos no exterior. Este sub-paradigma atribui que quanto mais abundante são os fatores de produção não comercializáveis e indispensáveis para a exploração das vantagens competitivas de determinada região, mais as corporações decidiam pela produção internacional. Podem ser ressaltadas como vantagens de localização: custo de produtividade, infraestrutura do país, disponibilidade de conhecimento, políticas públicas de incentivo ao investimento e dimensão e potencial de mercado.

Nas vantagens específicas de internalização (I), a firma busca diminuir e extinguir vários custos de transação, entre eles a passivos com o câmbio, proteção do direito de propriedade e contenção das incertezas. Dunning (1988) defende que o Paradigma Eclético não é uma teoria, mas um arcabouço geral para o estudo da produção internacional.

3. CARACTERÍSTICAS DOS FLUXOS DE IED ENTRE 2010 A 2015

Desde a crise do mercado imobiliário nos Estados Unidos em 2008, as economias avançadas têm adotado taxas de juros extremamente baixas, em alguns casos até negativas, para tentar reaquecer suas economias. Além disso, houve estímulos oferecidos por meio dos *QE* (acrônimo da expressão *Quantitative Easing*, isto é, programa de compra de ativos de longo prazo pelos Bancos Centrais) que reduziram as taxas de juros de longo prazo. Na contramão das economias avançadas, o Banco Central brasileiro elevou a taxa de juros em 550 pontos base do início de 2010 até o final de 2015, saindo de 8,75% para 14,25%. De fato, o diferencial de juros se tornou muito grande e alimentou questionamentos acerca da natureza dos influxos de IED para o Brasil, especificamente da possibilidade de as matrizes estarem realizando *carry-trade* (quando o investidor toma dinheiro emprestado em um país com juro baixo e aplica em outro com juro alto).

Partes dessas indagações são motivadas pelos contínuos recordes de IED que o Brasil vem apresentando. Tais investimentos atingiram o montante de US\$ 65,376 bilhões nos últimos doze meses até dezembro de 2015. Trata-se de um valor 10,2% acima da média de US\$ 58,426 bilhões, considerando o período de janeiro de 2010 até dezembro de 2015.

Diante dessa situação, formulou-se a primeira hipótese dessa pesquisa:

H_1 Entradas de IED no Brasil estariam, na verdade, contemplando operações de arbitragem de taxa de juros no mercado financeiro com vistas ao retorno desses recursos ao país de origem no curto prazo.

Para responder à hipótese de pesquisa H_1 , foi examinado a série temporal das aberturas do IED no Balanço de Pagamentos³ nos anos de 2010 a 2015. Buscou-se analisar a velocidade de saída dos fluxos de IED e, num segundo momento, a composição desses recursos. Para validar a hipótese H_1 é esperado rapidez na saída do recurso e entrada do IED, principalmente, via empréstimos intercompanhia. Além desses exercícios, com base no Censo de Capitais Estrangeiros⁴, procurou avaliar se os impactos desses fluxos na economia real, mais especificamente na geração de postos de trabalhos. Por fim, foi investigado o relatório de fusões e aquisições da PwC de dezembro de 2015 para verificar se as aquisições de empresas brasileiras por parte dos estrangeiros recuaram nos últimos anos.

Primeiramente, se considerarmos a razão entre entradas e saídas de fluxos de IED no Brasil, conforme Gráfico 1 abaixo, teremos um quociente em que a média do período estudado atinge a marca de 3,17, resultado acima da média dos últimos 10 anos que é de 2,92. Ou seja, para cada saída de US\$ 1 de IDE do Brasil, registra-se uma entrada de US\$ 3,17 de IDE do país. Dessa forma, a hipótese H_1 é refutada porque esse quociente elevado caracteriza que não há rapidez no retorno dos capitais investidos, ou seja, trata-se de investimentos de longo prazo, característica essa pertinente ao IED. Contudo, vale ressaltar que desde outubro de 2012, quando a relação entre entrada e saída de IED alcançou o seu pico, razão dos fluxos de IED vem tomando uma tendência decrescente, chegando a ficar abaixo da média dos últimos 10 anos na data-base de abril de 2015.

³ O Balanço de Pagamentos é o registro estatístico de todas as transações – fluxo de bens e direitos econômicos – entre os residentes de uma economia e o resto do mundo, ocorridos em determinado período de tempo. (BCB, 2015)

⁴ O Censo de capitais estrangeiros no País tem por objetivo recolher informações sobre o passivo externo do País, que inclui, dentre outros, investimentos estrangeiros diretos e instrumentos de dívida externa. (BCB, 2015)

Gráfico 1: Razão entre Entrada e Saídas de IED
(Entrada/Saídas)



Fonte: BCB Elaboração Própria

Outro exercício, também com base na série histórica da Balança de Pagamentos disponibilizados pelo BCB em janeiro 2016, contribuiu para contrapor a hipótese levantada em H_1 . Os fluxos de IDE, de acordo com o BPM5, são compostos por participação no capital e empréstimos intercompanhia. Esse último tipo de investimento compreende os recursos concedidos pelas matrizes, estabelecidas fora do país, a suas subsidiárias ou filias sediadas no Brasil. Já o primeiro tipo de investimento, por participação no capital, abarca as entradas de bens, moedas e as conversões externas em investimento estrangeiro direto, para aquisição, total ou parcial do capital social, de uma planta já existente no Brasil ou empreender em um novo negócio, através de projetos *greenfield*⁵.

Dessa forma, os empréstimos intercompanhia são a modalidade de investimento direto mais propícia a realizar *carry-trade*. Na comparação, ambas as modalidades indicam que a participação em capital sempre superou os empréstimos intercompanhia, como se observa no Gráfico 2 abaixo.

Para a elaboração do gráfico, 2 utilizou-se a série histórica de participação em capital líquido, ou seja, entrada menos saída, sobre o total de IED, também líquido. Em relação ao período de estudo, 2010 a 2015, na média, 79% de todas as entradas

⁵ É um projeto que envolve o desenvolvimento e a construção de uma empresa e as suas instalações operacionais uma vez que as mesmas não existem no momento do investimento. (GP Investments, 2016)

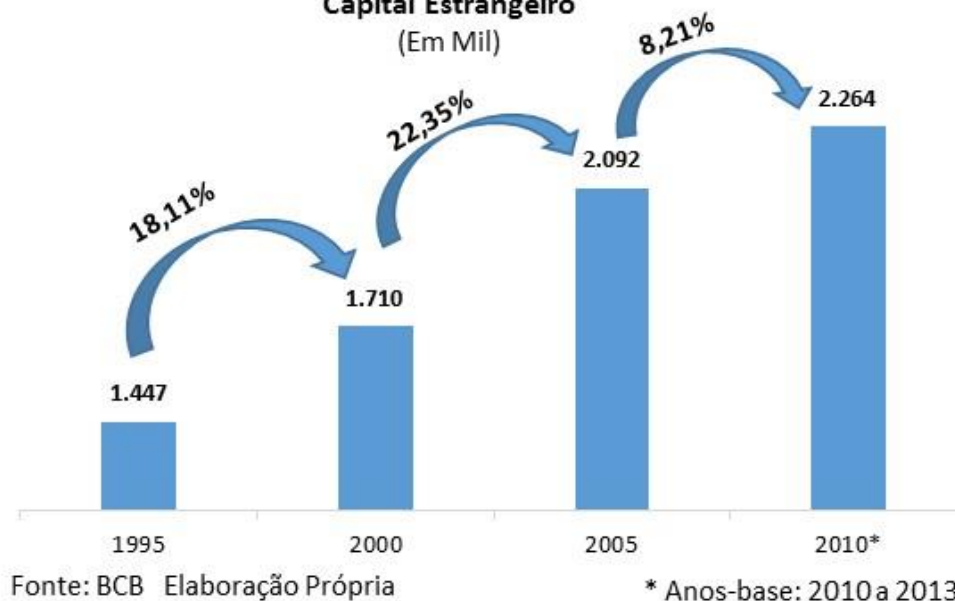
líquidas de IED foram realizadas por meio de participação em capital. Observando a tendência, desde dezembro de 2013, esse percentual tem se elevado cada vez mais, o que ajuda a rejeitar a H_1 .



Além dos exercícios anteriores, foram obtidos a partir do Censo de Capitais Estrangeiros no Brasil de 2011 a 2014, anos base 2010 a 2013, divulgados pelo BCB, os dados da quantidade de empregados nas empresas com capital estrangeiro. Esses dados do mercado de trabalho nas ETN's também contribuíram para invalidar a H_1 .

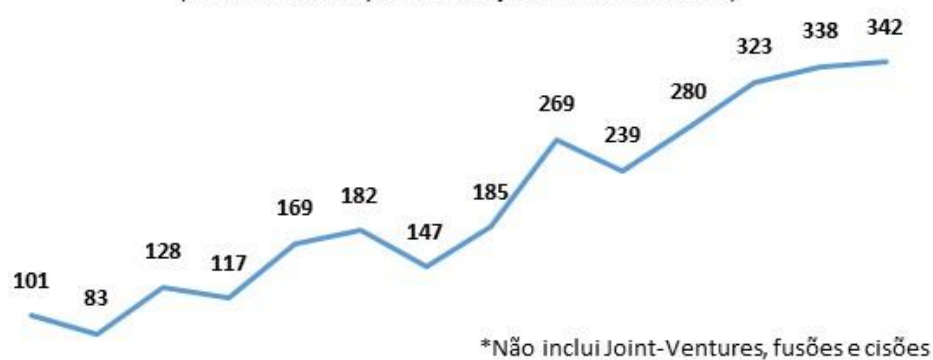
Como se nota no gráfico 3 abaixo, a quantidade de empregados nas Empresas Transnacionais aumentou no período em questão, aumentando as evidências de que o capital estrangeiro tem sido alocado para fins produtivos, aquele que é aplicado na produção, ou seja, criando riquezas, gerando empregos e distribuindo renda para a população do país. Diferindo do capital para fins especulativos, destinado a obter lucros rápidos através do mercado financeiro, não gerando lucro via trabalho ou produção. Em termos de tendência, a quantidade de empregos criados não teve um salto muito expressivo, como observado no passado. A taxa de variação da quantidade de empregos de 2005 para 2010 foi de apenas, 8,21%, enquanto que de 1995 para 2000 foi de 18,11% e de 2005 para 2010 foi de 22,35%.

Gráfico 3: Quantidade de Empregados nas Empresas com Capital Estrangeiro
(Em Mil)



Por fim, o gráfico 4 abaixo, obtido a partir de dados do relatório de Fusões e Aquisições de dezembro de 2015 elaborado pela PwC, mostra que houve um avanço no volume de aquisições durante o período do estudo, por parte dos investidores estrangeiros. Dessa forma, a H_1 é invalidada mais uma vez porque o avanço na aquisição de empresas brasileiras demonstra o intuito de explorar o mercado consumidor do Brasil, o que é bem diferente do objetivo do investidor que apenas quer ganhar juros sobre os seus investimento em título de dívidas.

Gráfico 4: Volume de Transações de Investidores Estrangeiros
(Acumulado no período de janeiro a dezembro)



2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015

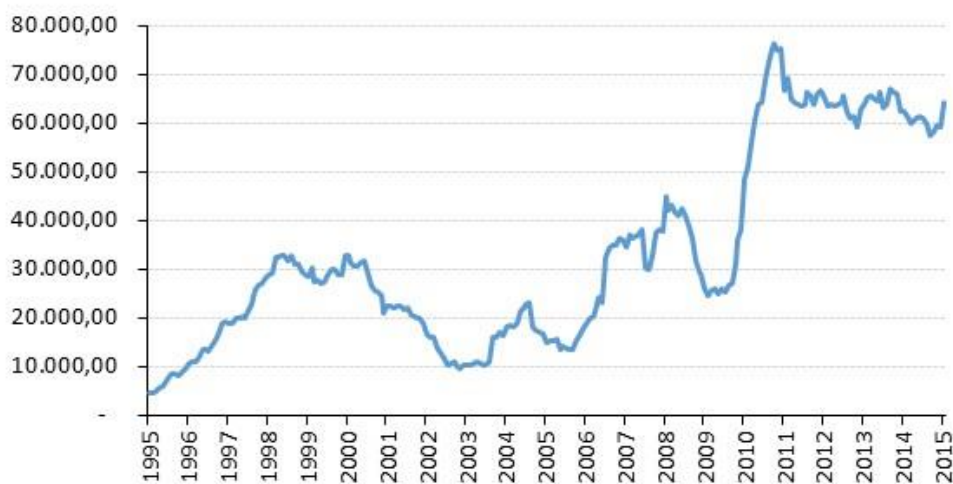
Fonte: PwC Elaboração Própria

É claro que tais exercícios demonstrados pelos gráficos 1, 2, 3 e 4 não invalidam a primeira hipótese levantada inteiramente, pois seria necessário uma análise microeconômica dos influxos de IED, o que não é possível devido à indisponibilidade de banco de dados para tal procedimento. Porém, ocorre que os dados acima não apresentam nenhuma evidência pertinente capaz de corroborar a hipótese de que a parcial estabilidade dos fluxos de IED é devida a operações de *carry trade* por parte das matrizes, já que a evolução das informações estudadas, como o aumento na quantidade de empregos nas ETN's, não colaborou para confirmar a hipótese de pesquisa H_1 .

4. DETERMINANTES DO INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

Ao se observar o movimento de investimento estrangeiro nos gráficos 4 (acima) e 5 (abaixo), levanta-se o questionamento de quais são os determinantes que têm levado os investidores estrangeiros a continuarem investindo no Brasil, visto que o país está passando por uma recessão econômica e as perspectivas para recuperação do crescimento não são claras. O movimento do gráfico 4 demonstra que o volume de transações de investidores estrangeiros no Brasil cresceu no período analisado. O gráfico 5, que indica o volume de investimento estrangeiro direto (IED) no Brasil apresenta resultado semelhante.

Gráfico 5: Investimento Estrangeiro Direto
(Acum. 12 meses; Em US\$ milhões)



Fonte: BCB Elaboração Própria

A atividade econômica brasileira vem desacelerando desde 2010, a exceção do ano de 2013, chegando a apresentar variação negativa na taxa de crescimento em 2015. As expectativas do mercado, segundo pesquisa Focus do dia 26 de fevereiro de 2016 (BCB, 2016), apontam para mais um ano de retração em 2016 e crescimento próximo de zero em 2017. Mesmo diante desse cenário temeroso, os investidores estrangeiros continuam aportando recursos na economia brasileira, o que contraria muitos estudos e se levanta a segunda hipótese, H_2 , desse estudo:

H_2 Os determinantes de IDE continuam válidos. Os investidores estrangeiros acreditam na recuperação do Brasil, no médio prazo, e continuam enxergando boas oportunidades de realizar negócios no país.

Tabela 1: Indicadores Econômicos Internacional e Nacional							
INDICADORES ECONÔMICOS	Média (2000 - 2009)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB Mundial (var. % - conceito FMI)	3,9	5,4	4,2	3,4	3,3	3,4	3,4
PIB China (var. %)	9,7	10,0	8,7	8,0	7,6	7,2	6,9
PIB Estados Unidos (var. %)	1,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4
PIB Zona do Euro (var. %)	1,4	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5
PIB Japão (var. %)	0,5	4,7	-0,4	1,7	1,4	-0,1	0,7
PIB Brasil (var. %)	3,4	7,5	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8
IPCA (IBGE - % a.a., dez./dez.)	6,7	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7
R\$/US\$ (final de período)	2,37	1,67	1,88	2,04	2,34	2,66	3,90
EMBI+ Brasil (final de período, em pontos-base)	599	181	229	151	231	251	523
Abertura Econômica (Exportação+Importação)/PIB (US\$)	26%	23%	24%	25%	26%	25%	27%

Fonte: FMI; IBGE; BCB e IPEA

De acordo com dados e análise da tabela 1, o crescimento do Brasil, entre os anos 2000 e 2010, foi exuberante, sustentado por uma série de reformas institucionais e pela abertura econômica na década de 1990. Outro fator que contribuiu para esse bom resultado foi o maior crescimento da China e do mundo da década de 2000. Em 2011, o Brasil chegou a alcançar o posto de sexta maior economia do mundo e a formalização do emprego e a melhoria salarial proporcionou a ascensão da “nova classe média” e, o mais importante para os investidores estrangeiros, um mercado consumidor em potencial. Esses fatores contribuíram para a entrada de investimentos estrangeiros no Brasil.

Com a crise financeira de 2008, o mundo experimentou uma onda de crescimento econômico liderado pelos mercados emergentes. Como visualizado no gráfico 5, os fluxos de IED deram um salto em 2011 e se mantiveram em patamar elevado desde então. Entretanto, o cenário econômico de 2011 é bem diferente do de 2015, como exposto no início da seção. Apesar dessa mudança da conjuntura econômica, os fluxos de IED continuam em patamar elevado, não respondendo, desse modo, como o esperado à variação dos seus determinantes.

Diversos estudos de autores com Lima Junior (2005), Nonnenberg e Mendonça (2005), Amal et. al. (2007), Mattos, Cassuce e Campos (2007), Carminati e Fernandes (2013) e Fernandes (2014) propuseram modelos sugerindo determinantes para o IED. Apesar da diferença temporal dos trabalhos, seus modelos apresentam diversas variáveis em comum, tais como: a variação da taxa real de crescimento do PIB, taxa de inflação, abertura comercial, risco-Brasil⁶, taxa de câmbio. O movimento esperado do IED dado uma variação dessas variáveis estão descritas na tabela 2.

Tabela 2: Determinantes do IED		
Uma variação positiva na:	Movimento esperado do IED	Comportamento da variável nos últimos 5 anos.
Taxa de crescimento do PIB	Aumento	Queda
Taxa de Inflação	Queda	Aumento
Abertura Comercial	Aumento	Aumento
Taxa de câmbio	Aumento	Aumento
Risco-País (EMBI)	Queda	Aumento

O IED reage positivamente à taxa de crescimento do PIB corrente e às expectativas futuras de crescimento do país. É mais importante ainda que esse crescimento se concretize num crescimento do PIB *per capita*, ou seja, que a taxa de crescimento do PIB supere a taxa de crescimento da população. Caso isso ocorra,

⁶ O risco-Brasil é um conceito que busca expressar de forma objetiva o risco de crédito que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País. (BCB, 2015)

haverá um aumento de renda e do mercado interno, fator determinante na atração de investimentos estrangeiros. Porém, o que se observou no período, entre 2010 e 2015, segundo a tabela 1, foi um crescimento real do PIB cada vez menor e o IED relativamente estável, conforme gráfico 5. O PIB Real Anual saiu de um crescimento em 2010 de 7,5% para uma retração de 3,8% em 2015. As expectativas de mercado para a variação em 2016 é de uma nova retração e crescimento próximo de zero em 2017, segundo Pesquisa Focus do 26 de fevereiro de 2016, divulgada pelo BCB.

De acordo com Nonnenberg e Mendonça (2005), a taxa de inflação é utilizada como *proxy* do nível de estabilidade econômica, considerando que um dos indícios de deterioração dos fundamentos econômicos, tanto do lado fiscal como monetário, é o desequilíbrio da inflação.

Pressupondo que os investidores escolham economias que apresentam fundamentos macroeconômicos sólidos, tais como relação dívida bruta/PIB decrescente, alto nível de reservas internacionais e inflação controlada, e com baixo grau de incerteza, é esperado que se observasse um efeito negativo do aumento da inflação sobre o IED. Entretanto, isso não foi o observado recentemente no Brasil. A variação na taxa de inflação, segundo o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), também acelerou no período de estudo, de 5,9%, na variação acumulada em 12 meses, em dezembro de 2010 para 10,7%, ao término de 2015.

A abertura comercial da economia brasileira é mensurada, majoritariamente, nos estudos, pela soma dos valores das importações e exportações em proporção do PIB em dólares. O nível de abertura comercial tende a ser positivamente correlacionado com o IED, pelo fato desse determinante retratar a internacionalização econômica de um país. Admite-se, então, que uma economia com maior grau de abertura comercial seja mais propensa a facilitar a entrada de IED.

Observando os dados das contas nacionais divulgados pelo IBGE, foi possível perceber um avanço da inserção internacional do Brasil. Em 2010 a soma das exportações e importações de bens e serviços em relação ao PIB em dólares era de 23%, passando a ser de 27% em 2015. (IBGE, 2016)

O aumento da taxa de câmbio (R\$/US\$), a desvalorização do real, em relação ao dólar, diminui os custos relativos de produção (mão de obra e matéria prima) e

torna os ativos brasileiros mais atrativos aos investidores estrangeiros, portanto existe uma relação positiva com o IED. De fato, isso foi observado, pois o real desvalorizou 134%, ao se comparar a taxa de câmbio do final de 2010 com a do final de 2015.

Nos estudos citados sobre determinantes de IED, o indicador mais utilizado para calcular o risco-Brasil é o EMBI+Br⁷. Os investidores estrangeiros usam o EMBI+Br para saber a probabilidade de *default* da dívida externa e, conseqüentemente, de adoção de medidas de controle de capitais estrangeiros. Desse modo, variações positivas no EMBI+Br são acompanhadas de variações negativas nas entradas líquidas de capitais. Ao final de 2010, o EMBI+Br registrou 189, o que significa baixa chance de *default*. Já em 2015, encerrou o ano em 523, comportamento que deveria inibir os fluxos de entrada de IED, mas não foi esse o movimento observado.

As variáveis taxa de câmbio e abertura comercial, conforme demonstrado na tabela 2, foram as únicas condizentes com o atual movimento do IED. Enquanto a evolução da taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação e risco-país não corroboram tal movimento.

Afirmar que as variáveis PIB, inflação e risco-país não são mais válidas é incorreto. Segundo pesquisa da consultoria A. T. Kearney (2015), incertezas macroeconômicas são a razão mais comum para que as companhias não retornem aos níveis de investimentos pré-crise financeira de 2008. A mesma pesquisa ainda aponta que os principais fatores determinantes na atração de IED são o tamanho do mercado doméstico, transparência das regulamentações governamentais, ausência de corrupção, alíquotas de impostos, ambiente de segurança, custo do trabalho e eficiência dos processos legais e regulatórios. Logo, variáveis como PIB, inflação e risco-país não são menosprezadas na decisão de investimento.

Mesmo assim, ainda fica o questionamento de porque, mesmo como a deterioração de importantes determinantes e a piora constante das expectativas econômicas, o Brasil continua entre os países mais procurados para investimento estrangeiros? De fato, a posição do Brasil nos principais rankings de investimento

⁷ O EMBI+Br, calculado pelo Banco J.P. Morgan Chase, é o valor normalmente utilizado pelos investidores e público em geral como medida do risco-Brasil e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por títulos da dívida externa brasileira em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco. (BCB, 2015)

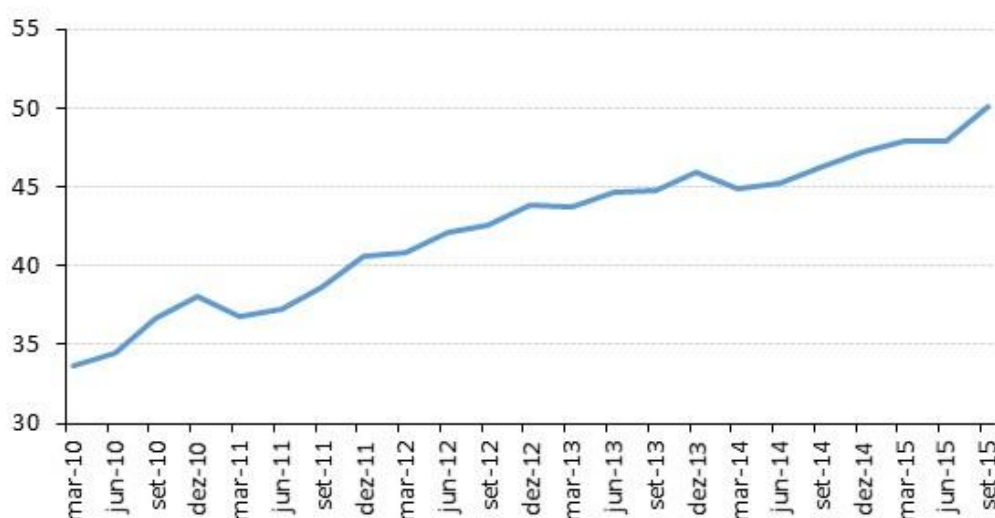
estrangeiro global mostra que o país ainda é atrativo aos olhos dos investidores estrangeiro, vide tabela 3 abaixo.

Tabela 3: Posição do Brasil nos principais rankings de investimento estrangeiro global			
Posição	EY: Os mercados mais atrativos nos próximos três anos	A.T. Kearney: Índice de confiança de IED	KPMG: Perspectivas para mercados de alto crescimento
1º	Índia	EUA	China
2º	China	China	Índia
3º	Sudeste Asiático	Reino Unido	Brasil
4º	Brasil	Canadá	México
5º	EUA	Alemanha	Cingapura
6º	América Latina	Brasil	Coreia do Sul

Fonte: EY, A.T. Kearney e KPMG

Não se pode afirmar que os investidores estrangeiros desprezem a contração do PIB brasileiro e a crise política no ano de 2015. As pesquisas analisadas foram finalizadas no segundo semestre de 2015, justamente quando o panorama econômico ficou mais crítico, entretanto também foi neste momento que a desvalorização do real foi mais forte e as empresas começaram a colocar seus ativos à venda para desalavancar suas dívidas, conforme gráfico 6, ou para ter capital de giro para enfrentar a crise.

Gráfico 6: Crédito Total Empresas Não financeiras
(Em % do PIB)

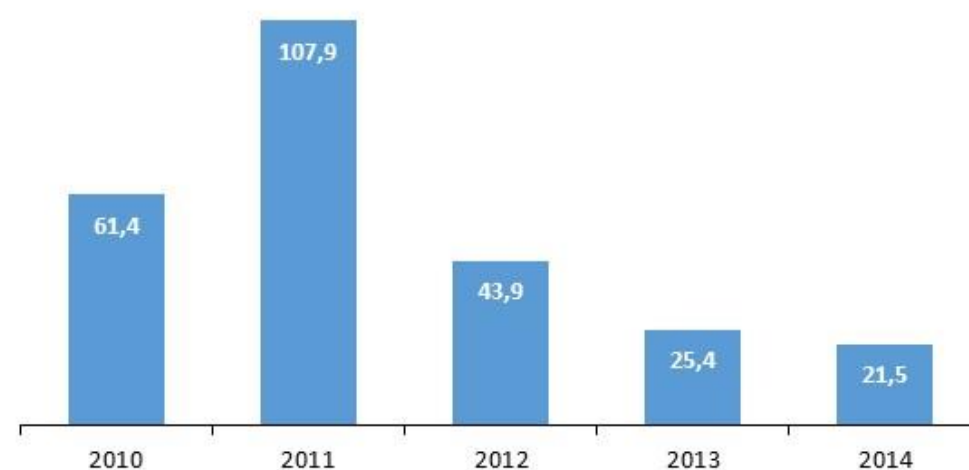


Fonte: BIS Elaboração Própria

A apreciação do dólar frente ao real e a necessidade de caixa de muitas empresas brasileiras estabelecem diferenças importantes entre o ciclo de investimento atual e aquele que ocorreu há cinco ou seis anos. Como abordado anteriormente, o real perdeu, aproximadamente, 134% do valor em relação ao dólar, entre o final de 2010 e 2015. Desse modo, o investidor estrangeiro com o mesmo dinheiro agora consegue comprar o dobro de ativos. Já a escassez de crédito está causando a reestruturação de grandes corporações que não estavam à venda no passado.

Com essa conjuntura, o ciclo de investimento atual é marcado pelo processo de aquisição, não mais investimento do tipo *greenfield*. O gráfico 4 mostrou o avanço das aquisições de empresas brasileiras, por estrangeiros, em trajetória crescente, enquanto que o gráfico 7, obtido a partir dos anúncios de investimento divulgados pelo MDIC (2015), indicam redução dos volumes de IED em projetos anunciados, uma *proxy* do investimento do tipo *greenfield*, no período recente.

Gráfico 7: Projetos Anunciados
(Em US\$ Bilhões)



Fonte: MDIC Elaboração Própria

Apesar do crescimento econômico lento, investidores ainda são atraídos pelo grande mercado interno do país, crescimento da classe média, pela grande disponibilidade de recursos naturais e instituições democráticas consolidadas e

independentes. De fato, ativos mais baratos, perspectivas de normalização do crescimento em 2018 e convicção de que a dívida elevada não implicará necessariamente em *default*, não fez com que o Brasil saísse do horizonte de intenção de investimento para boa parte dos investidores estrangeiros.

Desse modo, a posição ainda elevada do Brasil nos rankings de atratividade de investimento realizados pelas consultorias junto a investidores internacionais e o argumento de um ciclo de investimento mais voltado para aquisição de empresas brasileira, corroboram a H_2 do presente estudo.

5. CONCLUSÃO

O presente estudo foi desenvolvido com o objetivo de avaliar a razão pela qual investidores estrangeiros continuam investindo no Brasil se, em um ambiente econômico de recessão, é esperado retração dos fluxos de IED.

A primeira etapa do estudo teve por foco a revisão bibliográfica de conceitos e teorias sobre investimento estrangeiro direto, já consolidadas no meio acadêmico, o que ofereceu importante subsídio para a estruturação da análise sobre as variáveis que as empresas estrangeiras consideram na tomada de decisão de investir fora do seu país de origem.

A segunda parte do trabalho teve por foco o exame dos fluxos de IED registrados pelo BCB, ao longo de cinco anos (2010 a 2015). Os testes empíricos consistiram em avaliar se os ingressos de IED estariam na verdade voltados para operações no mercado financeiro. Inicialmente, foram coletados e consolidados os dados relativos aos montantes de IED para o Brasil. Desse modo, analisou-se a razão entre a entrada e saída de IED, a composição dos fluxos, a quantidade de empregados nas empresas de capital estrangeiro e o volume de transações dos investidores estrangeiros. Nos cinco anos, a razão entre entrada e saída de IED se manteve acima da média dos últimos 10 anos, a participação do investimento através de participação no capital se elevou, a quantidade de empregados nas empresas com capital estrangeiro é maior e o volume de aquisições por parte dos investidores estrangeiros também avançou. Dessa forma, a hipótese de pesquisa H_1 foi rejeitada.

Quanto aos determinantes que têm levado os investidores estrangeiros a continuarem investindo no Brasil, tendo em vista que o país está passando por uma

recessão econômica, os estudos indicam que os determinantes do IED continuam válidos. A variável dólar ganhou maior significância nos últimos anos e, apesar do movimento das variáveis taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação e risco-país sugerirem retração do volume de IED, as perspectivas otimistas de médio e longo prazo para essas variáveis fazem as empresas estrangeiras decidirem investir no Brasil. Além disso, o tamanho do mercado interno do país, o crescimento da classe média, a grande disponibilidade de recursos naturais e a presença de instituições democráticas sólidas, corroboraram as premissas da hipótese de pesquisa *H2*.

Dada a natureza e as características de longo prazo do IED, a atual estratégia das ETN's, diante da crise econômica brasileira de 2015, reflete maior compromisso dos investidores estrangeiros com o mercado brasileiro do que no passado.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMAL, Mohamed et al. Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: uma perspectiva institucional. **Revista economia, Brasília**, v. 8, n. 2, p. 231-247, 2007.

A. T. Kearney. The 2015 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. **Connected Risks: Investing in a Divergent World**. 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/si03mF>>. Acesso em: 10/03/2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações Econômico-Financeiras. 2002. Disponível em: <<http://goo.gl/lipFr8>>. Acesso em: 10/03/2016.

_____. Focus – Relatório de Mercado. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/HkxB2T>>. Acesso em: 09/03/2016.

BUCKLEY, Peter J.; CASSON, Mark. **The multinational enterprise revisited: The essential Buckley and Casson**. Palgrave Macmillan, 2010.

CARMINATI, João Guilherme de Oliveira; FERNANDES, Elaine Aparecida. O Impacto do Investimento Direto Estrangeiro no Rescimento da Economia Brasileira. **Planejamento e políticas públicas**, n. 41, 2013.

DAMICO, Andréa Bastos. Divergência entre as trajetórias de Investimento Estrangeiro Direto no conceito novo e clássico é explicada pela forte queda de emissões no exterior das subsidiárias de empresas brasileiras. **BRADESCO**, 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/uVSzCZ>>. Acesso em: 10/03/2016.

DE MATTOS, Leonardo Bornacki; DA CUNHA CASSUCE, Francisco Carlos; CAMPOS, Antônio Carvalho. Determinantes dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil, 1980-2004. 2007.

DUNNING, John H. The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions. **Journal of international business studies**, p. 1-31, 1988.

_____, John H.; LUNDAN, Sarianna M. **Multinational enterprises and the global economy**. Edward Elgar Publishing, 2008.

EY. India attractiveness survey 2015 – Reasons to Invest in India & Key Factors Driving India's Attractiveness for FDI. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/VyAFZu>>. Acesso em: 10/03/2016.

FERNANDES, Gabriela. Macro Visão - Investimento estrangeiro direto no Brasil: Perspectivas. **ITAU**, 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/FzZVPo>>. Acesso em: 10/03/2016.

GILPIN, Robert; GILPIN, Jean M. **A economia política das relações internacionais**. UnB, 2002.

HECKSCHER, Eli Filip. **The effect of foreign trade on the distribution of income**. 1919.

HYMER, Stephen Herbert. **The international operations of national firms: A study of direct foreign investment**. Cambridge, MA: MIT press, 1976.

LIMA JUNIOR, A. J. Determinantes do investimento direto estrangeiro no Brasil. 2005. 81 f. **Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG**, 2005.

LUCAS, Robert E.; RAPPING, Leonard A. Real wages, employment, and inflation. **Journal of political economy**, v. 77, n. 5, p. 721-754, 1969.

KPMG. Global High Growth Markets Outlook 2015. 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/6UUr1V>>. Acesso em: 10/03/2016.

MDIC. Relatórios de Anúncios de Projetos de Investimento (2010 – 2014). 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/OrSD2B>>. Acesso em: 10/03/2016

NONNENBERG, Marcelo José Braga; MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 4, p. 631-655, 2005.

OHLIN, Bertil Gotthard. **The theory of trade**. 1924.

PWC. Fusões e Aquisições no Brasil – Dezembro. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/8Cdcjj>>. Acesso em: 10/03/2016.

TESOURO NACIONAL. Classificação de risco da República Soberana do Brasil. 2016. Disponível em: <<http://goo.gl/CRuVQ6>>. Acesso em: 10/03/2016.

TUROLLA, Frederico Araujo; MARGARIDO, Mario Antonio. Negócios Internacionais: Pesquisa e Aplicação no Brasil. **SOBBET**, Ano XIV Nº 60, 2011.

UNCTAD. **World investment report 2015: reforming international investment governance**. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/PncaxJ>>. Acesso em: 10/03/2016

VERNON, Raymond. International investment and international trade in the product cycle. **The quarterly journal of economics**, p. 190-207, 1966.